بورصـــة الجزائـــر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار

الأستاذ الدكتور: صالح فلاحـي

المقدمــة:

في عالم اليوم المليء بالتغيرات السريعة في شتى المجالات، أصبحت الاستجابة لهذه المستجدات ومسايرتها أمرا لا مفر منه. وكانت الريادة للدول الرأسمالية الغربية في هذا التوجه، وبذلك تمكنت من تذليل الصعوبات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. وفي الوقت الذي تمكنت فيه هذه الدول من تطوير الخدمات المالية، فقد استطاعت بذلك أن تكون في موقع يسمح لها بجذب الاستثمارات وتحفيز المستثمرين المحليين في توجيه استثماراتهم إلى الدول الأخرى حيث تتوفر الشروط الضرورية مثل الاستقرار السياسي والبنية التحتية وملاءمة القوانين.

أما الدول النامية فلا تزال غالبيتها العظمى في مفترق الطرق. ومنذ بداية الثمانينيات وبعد التأكد من فشل استراتيجيات التخطيط الموجه، أصبحت الموضة المفضلة لدى صانعي القرار السياسي في الدول النامية تتمثل في تحرير اقتصادياتها وفسح المجال واسعا أمام اقتصاد السوق، وهذا يعني تخلي تلك الحكومات عن التكفل بالقضايا الاقتصادية وتحويل هذا الدور للقطاع الخاص الذي أصبح يتعاظم دوره في المجال التنموي. وقد أصبح لزاما على هذه الدول أن تفكر في إدراج الآليات التي من شأنها مسايرة اقتصاد السوق مثل إنشاء أسواق الأوراق المالية (البورصة) لجلب الاستثمارات التي بواسطتها يمكن إعطاء دفع للتنمية الاقتصادية، وذلك بتحريكها للسيولة النقدية وجذبها للمستثمرين الأجانب.

وإذا كانت المراكز المالية ذات التجربة الطويلة والكفاءة العالية وإمكانيات متطورة في الدول المتقدمة صناعيا قد حققت الكثير من المكاسب، فإن الدول النامية قد فشلت في ذلك لانعدام الظروف الملائمة وتوفير الشروط الضرورية لاستحداث مثل هذه الأسواق. وفي هذه الدراسة سيتم التركيز على أسواق الأوراق المالية، أي الأسهم والسندات باعتبارها تمثل أهم الآليات المستعملة في الأسواق المالية سواء أكانت ذات الطابع الوطني أو الدولي.

إشكالية البحث:

تتجلى مشكلة بورصات الأوراق المالية في الدول النامية ومنها الجزائر في محدودية أدائها. ولعل ذلك يعود إلى حداثة هذا الموضوع وفي انعدام الخبرة والرؤى الواقعية لاقتصاديات هذه الدول مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز باستمراريتها وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويلها للقطاعات الإنتاجية والخدمية.

ومن خلال ورقة عمل هذه سيحاول الباحث الإجابة عن جملة من التساؤلات:

1- ما مدى توفير المناخ الملائم في الجزائر للاستفادة من التدفقات الرأسمالية الضخمة التي تعبر الحدود الدولية يوميا؟
2- ما هي الأسس التي يستوجب إرساءها لضمان إنشاء سوق للأوراق المالية قادرة على استقطاب الرأس المال المحلي والأجنبي من أجل التنمية المستدامة؟
3- هل تم فعلا تحرير المعاملات والاستثمارات من القيود القانونية والعوائق البيروقراطية وانتشار الفساد وغياب الشفافية؟

أهمية البحث:

ما كان هذا الموضوع ليثير أهمية خاصة لدى الباحثين والمتهمين بالشؤون المالية لولا التغيرات السريعة والمؤثرات القوية التي أحدثت رجات في المجتمع الدولي. ولذا فإن أهمية هذا البحث تبدو من كونه يعالج إحدى القضايا التي استقطبت اهتمام جل الدول النامية وهي: كيف يمكن إنشاء البورصة وترقيتها. وهذا يستدعي البحث عن العوامل الحقيقية وتحليلها. كما تظهر أهمية هذه الدراسة أيضا من كونها مساهمة متواضعة عساها تفتح نافذة أوسع للباحثين والمهتمين بأسواق الأوراق المالية الناشئة منها والمتطورة.

الهدف من البحث:

بعد انهيار سياسات الاقتصاد الموجه، أصبحت الموضة المفضلة هي اقتصاد السوق وعولمة التجارة والاستثمار والأسواق المالية. وكان من الطبيعي أن تسعى الجزائر كغيرها من الدول النامية إلى مواكبة هذا الواقع. وانطلاقا من هذا التصور يمكن حصر أهداف هذا البحث فيما يلي:

1- مدى تكيف الأوضاع الاقتصادية في الجزائر مع المستجدات في الساحة الدولية لإمكانية إنشاء سوق مالية تتجاوب واحتياجاتها إلى استثمارات جديدة والتوسع في المشاريع التنموية القائمة.
2- تحديد العوامل التي ينبغي أن تؤخذ في الحسبان لإعطاء دفع لبورصة ناشئة في اقتصاد يراوح مكانه كاقتصاد الجزائر.
3- محاولة تشخيص مكامن الضعف التي أعاقت تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية أو ما يطلق عليها ببورصة القيم المنقولة.
4- وضع تصورات لتفعيل هذه السوق للاستفادة منها في استقطاب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

لمحة عن نمو حركات رأس المال:

شهد العالم في العشرية الأخيرة من القرن الماضي نموا متزايدا للتدفقات الرأسمالية. وكان معدل هذه التدفقات إلى الدول النامية خلال النصف الأول من التسعينيات 150 مليار دولار. وبعد الأزمة التي هزت المكسيك (منتصف 1995) إزدادت وتيرة التدفقات الرأسمالية لتصل إلى 235 مليار دولار سنة 1996، وهو مبلغ صغير لا يمثل إلا 0,8% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي وحوالي 2% من الناتج المحلي الإجمالي

للدول النامية.[1] وتعود هذه التدفقات إلى عوامل يمكن ذكر أربعة منها:[2]

1- معدل العائد[3] Rate of return في الدول المسقبلة: ومفاد ذلك أن التدفقات الرأسمالية تجاوبت مع الاستقرار السياسي ومجهودات الإصلاح. وفي بعض الحالات كان انجذاب الرأسمال القصير المدى بسبب أسعار الفائدة المرتفعة اللازمة لمحاربة التضخم.
2- تحرير الصفقات الرأسمالية الدولية من طرف الدول الصناعية والدول النامية. وفي بعض الحالات تساهم عمليات تحرير التدفقات الرأسمالية إلى الخارج في تدعيم حساب الرأسمال بتشجيع الاستثمارات الأجنبية وعوائد الرأسمال.
3- تطور أنظمة مالية في الدول المستقبلة.
4- عوامل خارجية بما في ذلك الميل النزولي في أسعار الفائدة في المدى الطويل في الاقتصاديات المتقدمة في العقد الأخير وظهور مستثمرين دوليين كبار في الدول الصناعية.

ومن المهم التأكيد بأن توقيع معظم دول العالم على اتفاق تحرير الخدمات المالية[4] يطرح تحديات ليس من السهل تجاوزها. وتهدف هذه الاتفاقية إلى تحرير كل الأنشطة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري باستثناء تلك الأنشطة التي تنطلي ضمن وظائف الدولة كالبنوك المركزية وصناديق الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد. وهذا يعني تحرير مبالغ ضخمة تقدر بـ 1200 مليار دولار من المعاملات يوميا وتحرير ما قيمته 20000 مليار دولار من أصول البنوك وملايير أخرى تندرج ضمن أقساط التأمين. وتوفر هذه الاتفاقية ضمانات دخول هذه الأموال إلى الدول النامية.[5]

إضافة إلى ذلك يمكن الاستدلال أيضا بمؤشرين هما:

---

(1)- Stanley Fischer, ''Capital Account Liberalization and the Role of the IMF'' International Monetary Fund (September 1997), P. 2.

(2) Ibid., PP. 2-3.

(3)– معدل العائد هو الربح الصافي بعد الإهتلاك كنسبة مئوية من معدل الرأس المال الموظف في مشروع معين.

(4)– تم التوقيع على هذه الاتفاقية في 1997/12/12 وقد انضمت إليها 142 دولة منها عشر دول عربية هي: تونس، المغرب، مصر، الأردن، قطر، البحرين، الكويت، جيبوتي، سلطنة عمان، والإمارات العربية المتحدة.

(5)– د. سليمان المنذري، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أنشطة أسواق المال والبورصات العربية" بحث مقدم إلى المؤتمر السادس للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية (بيروت 28 – 29 جوان 2002).

1- تطور حجم المعاملات في الأسهم والسندات في الدول المتقدمة صناعيا، إذ كانت هذه المعاملات حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980، وارتفعت بعدها بشكل صاروخي لتصل 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وإلى 200% في إيطاليا وكندا وفرنسا سنة 1996.[1]

2- التطور الذي حدث في تداول النقد الأجنبي على المستوى الدولي حيث ارتفع حجم التعامل اليومي إلى 200 مليار دولار في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي ثم قفز هذا المبلغ إلى 102 تريليون دولار سنة 1995، ويمثل هذا المبلغ 84% من حجم الاحتياطات الدولية في نفس السنة.[2]

وأمام هذه التدفقات المثيرة التي تتحرك بين مختلف دول العالم، يبقى أن يتساءل المرء: ماذا أعددنا لننال نصيبنا منها ونتمكن من رفع التحدي؟ إنه ببساطة سؤال مفتوح.

أوضاع البورصات الناشئة:

تمكنت الدول المتقدمة صناعيا ذات التجارب العريقة في المال والأعمال كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان من وضع أسس متينة لبورصات ذات كفاءة متميزة في تطوير معاملات البيع والشراء لمنتجاتها وخدماتها وفي توجيه الاستثمارات وفق ما يحقق مصالحها. وقد حذت حذوها الدول المصنعة الأخرى والنمور الآسيوية وكان لها ما أرادت.[3] أما تجربة الدول العربية في هذا المضمار فلا تزال تسير بخطى متواضعة حينا ومتثاقلة أحيانا أخرى. ومرد هذا التفاوت بين بورصة وأخرى عوامل عديدة أهمها يكمن في مدى تكييف التشريعات القانونية وتحرير المعاملات المالية في هذه البلدان. ومن البورصات العربية التي قطعت أشواطا متواضعة ولكنها هامة هي البورصة المصرية والأردنية والبورصات الخليجية.

غير أن سعي الدول العربية إلى تحقيق هذه الغاية قد يكتمل فقط إذا توفرت الشروط الموضوعية لنجاح هذه البورصة أو تلك. وتعتبر القوانين التي تسير المؤسسات الإنتاجية والمالية والخدمية الأخرى في بعض الدول العربية كالجزائر إحدى القضايا التي يجب الوقوف عندها وإصلاحها لتصبح أكثر ملاءمة مع الأنظمة القانونية المعمول بها في الدول التي قطعت أشواطا هامة في هذا المضمار. وهنا قد يعود الأمر، كما سبق الذكر، إلى عدم تحرير المعاملات المالية وقد تكون ندرة السلع أو عدم قدرة هذه الأخيرة على المنافسة من بين أحد الأسباب التي قد تهدد استمرارية البورصة.

---

[1]- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي (النسخة الرابعة) واشنطن (ماي 1997)، ص. 139.

[2]- نفس المرجع.

[3]- يقصد بالنمور الآسيوية الدول النامية المصنعة في جنوب شرق آسيا وهي: كوريا الجنوبية، طايوان، سنغافورا، ماليزيا، وتايلند.

وفي بعض الحالات حيث يكون الانفتاح المبالغ فيه أمام الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة أحد العوامل المؤدية إلى إحداث أزمات مالية نتيجة ضآلة رأس المال السوقي إضافة إلى انخفاض نسبة الرسملة[1] Capitalization في مواجهة تحرك الأموال القصيرة المدى، أو ما يعرف بالنقود الساخنة Hot Money التي يمكنها أن تخرج بسرعة وبكميات كبيرة.[2]

وحتى لا تقع البورصات العربية ومنها الجزائر في مستنقع قد يكلفها الكثير كما في حالة المضاربة (والتي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي)، فقد وضعت معظم البورصات العربية ضوابط عملية كتحديدها لنسبة امتلاك الأجانب من الأوراق المالية بحيث لا تتجاوز 50% كما في حالة البحرين وسلطنة عمان.[3] وهكذا يمكن تفادي الأزمات مثل التي حدثت في جنوب شرق آسيا والتي كادت أن تعصف باقتصاديات دول جنوب شرق آسيا كإندونيسيا، وأمريكا اللاتينية كالمكسيك والأرجنتين.[4]

---

[1]– يفيد مصطلح الرسملة نسبة الرأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي، أنظر د. سليمان المندري، المرجع السابق، ص. 8.

[2]– نفس المرجع.

[3]– نفس المرجع.

[4]– أنظر: د. أحمد يوسف الشحات، الأزمة المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا (المنصورة: دار النيل للطباعة، 2001)، ص ص. 33–37 و 46–52.

مقومات البورصة:

يبدو من الأهمية بمكان إزالة اللبس عن مفهومين شائعي الاستعمال: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة. فالأول يستعمل للدلالة على مكان ثابت وزمان محدد حيث يتم تبادل الأوراق المالية بيعا وشراءا من طرف متخصصين ومحترفين وفق الترتيبات والقوانين المنظمة لقواعد التعامل في هذه السوق.[1] أما السوق الثانية فليس لها مكانا محددا وكل المعاملات فيها تتم بواسطة شبكة من الاتصالات تسمح للمستثمرين بالانتقاء من بين المتنافسين من صناع السوق بدلا من صانع السوق الاحتكارية في كل ورقة كما يحدث في بورصة نيويورك مثلا. ويتواجد هذا التصنيف في معظم الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان.

وفي الجزائر يفترض أن تكون برامج التصحيح الهيكلي بمثابة إطار يتم من خلاله الانتقال إلى إحداث التوازن في الاقتصاد. وبالرغم مما أفرزته هذه البرامج من إيجابيات وسلبيات، فلم يحدث أي تطور يذكر في إصلاح وعصرنة المؤسسات الاقتصادية والمصرفية لمواكبة المستجدات في الساحة الدولية. ومع أن هناك عددا من العوامل الأخرى كالناتج المحلي الإجمالي وميزان المدفوعات والمدخرات والاستقرار السياسي والنقدي وتحرير الأسعار والاستثمارات والتي تعتبر في مجملها قضايا لها أهميتها في توضيح الرؤية حول بورصة الجزائر، فإن هذه الدراسة ستولي عناية متميزة لعوامل تبدو أكثر أهمية لإقامة سوق مالية مستمرة ودائمة. ومن هذه العوامل ما يلي:

---

[1]– محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1992)، ص. 268.

أولا: إصلاح قوانين الشركات:

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحول هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن يتحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظ الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وبتسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات **مساهمة، حيث يعرفها بأنها** " "الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة.[1] غير أن رأسمال الشركة الذي حدد بـ 5 ملايين دينار على الأقل[2] (أي ما يربو قليلا عن 60000 دولار) يعد مبلغا زهيدا لا يمكن أن تضطلع الشركة من خلاله بدورها في الحياة الاقتصادية. ومع ذلك قد ينظر إلى ذلك على أنها بداية لإنشاء شركات مساهمة تكون كبيرة أو تكون لها إمكانية النمو مما يدفع بعجلة التنمية وتحقيق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل.

وإذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى **تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوفية لشروط الانضمام إلى البورصة،** فإن الواقع في الجزائر يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف **القوانين التي تسيرها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة سيما وأن القانون التجاري ينص** على وجوب امتلاك مجلس الإدارة لعدد من الأسهم لا يقل عن 20% من رأسمال الشركة.[3]

إن خصخصة الشركات ينبغي أن ينصب في المقام الأول على الشركات التي تعتبر أسهمها أكثر جاذبية للمستثمرين كمؤسسات الإسمنت والآجور والمطاحن. أما المؤسسات التي تتطلب توفير التقنية العالية ورؤوس أموال ضخمة كصناعة الشاحنات بالرويبة وصناعة الجرارات بقسنطينة والحديد والصلب بالحجار، فإن الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، على غرار ما هو معمول به في الدول العربية مشرقا ومغربا، يعد من البديهيات المستحسنة وإن أدى ذلك إلى هيمنة الأجانب من خلال امتلاكهم للغالبية العظمى من الأسهم في هذه الصناعات على أن يستثنى قطاعا التجارة والمحروقات لأهميتهما وخطورتهما في آن واحد على الاقتصاد الجزائري. ففي بورصة عمان يجوز للمستثمر الأجنبي امتلاك جزء من المشروع أو كله، إلا أنه حدد قطاعات لا **يمكن الاستثمار فيها بأكثر** من 50% كقطاع المعادن والمقاولات والتجارة والخدمات التجارية. وقد

---

(1)– المرسوم التشريعي رقم 93–08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المادة 592.

(2)– أنظر المادة 594 من نفس المرسوم التشريعي.

(3)– أنظر المادة 619 من نفس المرسوم.

أعطت هذه العملية حوافز للمستثمرين وصناديق الاستثمار العربية والأجنبية في شراء أسهم الشركات. (1)

إن التأكيد على الشركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة يعني فتح الرأسمال للخواص على مختلف مواقعهم في الهرم الاجتماعي للمساهمة في تكوين رأسمال الشركة بواسطة امتلاكهم لأسهم في الشركة. وهنا يحق لمالكي الأسهم حضور الجمعية العامة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة ومراقبة سلوكات المسيرين لمختلف أنشطة الشركة وهذه تعد من أهم أنواع الرقابة.

إن إنشاء شركات مساهمة و/أو تحويل شركات القطاع العام في مجالات الإنتاج الصناعي والبناء والخدمات المالية والنقل والاتصال ستضفي الكثير من الجدية في الأداء وزيادة المنافسة وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في قطاعات الإنتاج بدلا من الاستثمار في العقارات والأنشطة الطفيلية. وهكذا ينجذب الجمهور إلى الاستثمار مما يمهد الأرضية لإنشاء بورصة تتصف بخاصية الديمومة.

---

(1)– مازن نجيب محمد الوظائفي، "دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار" ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال وآفاق تطويره (4 – 5 آيار 1998)، ص. 10.

ثانيا، عصرنة الجهاز المصرفي:

يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مسايرته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة. والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990.[(1)]

وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك. كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات. ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار[(2)] التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية.[(3)] إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستشارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل. بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات. ويمكن حصر أنشطة بنوك الاستثمار فيما يلي:

1) تتولى القيام بالإجراءات الإدارية لتتطابق مع القوانين السارية المفعول كالتحري في أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية، وهذه تعتبر أعمالا ضخمة عند إصدار الأوراق المالية. كما تلتزم بنوك الاستثمار بالفترة الزمنية بين الإصدار والبيع.

2) وعلى غرار ما هو كائن في الدول المتقدمة، تتوفر هذه البنوك على محللين ماليين أكفاء ومن ثم فهي تقدم دراسات حول التغيرات المحتمل حدوثها في السوق مستقبلا. وهنا تواجه هذه البنوك احتمالين: إما **بيع كل الأوراق التي أصدرتها، أو قد تلجأ إلى بيع جزء منها بأقل من القيمة الاسمية للورقة المالية مما** قد يجعلها عرضة لتحمل جزء من الخسائر. وهذه نتيجة منطقية لتقلبات السوق وما تتعرض له من المؤثرات قد يكون بعضها غير متوقع أثناء دراسة عملية الإصدار بين البنك والشركة المعنية. ولذا قد يتم شراء الأوراق المالية بسعر أقل من المتوقع.

3) **تتولى بنوك الاستثمار عملية توزيع الأوراق المالية وهذه من الوظائف الأساسية لهذه البنوك سواء** بشراء وبيع الأوراق المالية نفسها أو تفعل ذلك كوسيط بين المصدر والمستثمرين كما في حالة الطرح

---

(1)– أنظر القانون رقم 90 – 10 المؤرخ في 14 أفريل سنة 1990.

(2)– لتوضيح ما قد يبدو من لبس، فإن مدلول بنك الاستثمار أو المتعهد Underwriter ينطلي على بيوت السمسرة Brokerage houses والتي تتولى إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم والسندات) وبعد إتمام توزيعها يتم تداول هذه الأوراق عندئذ في الأسواق الثانوية.

(3)– تندرج صلاحيات البنوك التجارية بالأساس في إدارة وخلق العملة، ولمزيد من التوضيح، أنظر: بيار برجه، السوق النقدية، ترجمة علي مقلد (بيروت: منشورات عويدات، 1978)، ص ص. 18 – 24.

الخاص.[1] وفي حالة إصدار كميات كبيرة من الأوراق المالية، يلتجئ بنك الاستثمار إلى تشكيل شركة تتكون من مجموعة من الفروع بإمكانها استقطاب شرائح واسعة من الجمهور. ولهذا الإجراء ثلاث مزايا على الأقل في تشكيل هذه الشركة:[2]

أ- تقوم بنشر تكلفة الشراء بحيث لا تواجه استنزاف مبالغ ضخمة من النقود أثناء بيع الأوراق المالية.

ب- تعمل على تقليل المخاطر، طالما أن عددا من هذه الفروع تتحمل قدرا من الخسارة **في حالة عدم بيع الأوراق المالية في الفترة المحددة لها، أو في حالة بيعها بأقل من** سعرها الحقيقي.

ج- إن إنشاء شركة أو عددا من الشركات ومجموعات البيع التابعة لها تشجع المشاركة على نطاق واسع للحصول على الأوراق المالية الجديدة في مدد زمنية محددة.

---

(1)- ثمة فرق بين الطرح الخاص Private Placement والطرح العام Public Placement إذ يقصد بالأول بيع الشركة لأوراقها المالية المصدرة إلى عدد محدود من المستثمرين؛ في حين يقصد بالثاني عرض الأوراق المالية المصدرة للجمهور.

(2)- Jack Clark Francis, Investment: Analysis and Management, 4th ed. (New York: McGraw hill Company, 1986), pp.51-52.

ثالثا، إنشاء مصادر المعلومات المالية:

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين الماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي.[1] إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الاقتصاد العالمي. ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

وفضلا عن ذلك، يجب أن تؤخذ في الحسبان التغييرات في التشريعات والإضرابات العمالية وحجم المبيعات وحدة المنافسة في خط إنتاج معين. ومن خلال هذه المعلومات يمكن للمحللين الماليين تحليلها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.

ومن البديهي القول أن المحلل المالي الجيد هو ذاك الذي يعود إلى أكثر من مصدر. ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد مجموعة كبيرة من هذه المصادر منها اليوميات مثل Wall Street Journal و New York Times، والأسبوعيات مثل Baron's ونشريات مصرفية News letters حيث يصدر كل مصرف نشرية تتضمن كل البيانات حول أنشطة المصرف تقدم للمستثمرين والباحثين والمهتمين بسعر زهيد أو بدونه.[2] كما تتولى الحكومات بإصدار منشورات تحتوي على البيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقييم الأعمال التجارية والتنموية وملخصات إحصائية حول الأسعار، الأجور، الإنتاج، والأنشطة التجارية.

وتتوفر الدول ذات اقتصاديات متطورة وأسواق مالية كفؤة على بيوت السمسرة تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية، وتقوم أيضا بإصدار تقارير ودراسات في غاية من الأهمية حول الاستثمار. وتتضمن بيوت السمسرة على دوائر متخصصة في البحث تصدر ما لها من المعلومات في شكل نشريات أو مجلات توضع تحت الطلب لكل راغب في الإطلاع عليها، وتقوم هذه الدوائر بإنجاز تحاليل حول الصناعات والشركات والأوراق المالية وتقدم اقترحات لأهداف استثمارية.

---

(1)– د. صالح فلاحي، "الانعكاسات الاقتصادية لهجومات 11 سبتمبر 2001 على نيويورك وواشنطن" في د. حسين بوقارة وآخرون، الانعكاسات الدولية والإقليمية لأحداث 11 سبتمبر 2001 (باتنة: شركة باتنيت، 2002)، ص. 70.

(2)- *Jack Clark Francis, op.cit., pp. 143 – 144.*

ومن الأهمية بمكان التمييز بين بيوت السمسرة، إذ يوجد نوعان:[1]

أولهما يقوم بالأعمال التجارية بالتجزئة حيث يتم بيع خدمات للمستثمرين بشكل فردي تشجيعا لصغار المستثمرين. ومن بين هذه الخدمات الأخبار المالية، المعلومات حول البضائع والأسهم العادية والسندات. ويسعى السماسرة إلى الحفاظ على السمعة الحسنة والتعامل الجيد، غير أن هذا لا يعني أن كل ما يقولونه يؤخذ على **علاته من طرف المستثمرين، إذ غالبا ما يلجأ** هؤلاء إلى استقاء معلومات وأخبار من مصادر متنوعة قبل اتخاذ قرار الاستثمار.

أما النوع الثاني من بيوت السمسرة فيطلق عليها بيوت السمسرة المؤسساتية والتي تتضمن بنوك الاستثمار السالف ذكرها، ومن أهمها .Salomon Brothers Holding Co و.Merrill Lynch & Co و Morgan Stanley، و.First Boston Corporation. ولهذه الشركات دوائر للبحث بالغة الأهمية من حيث نوعية التقارير التي تصدرها، وغالبا ما ترسل إلى كل من يطلبها دون تكاليف وذلك كنوع من الإشهار لجذب مستثمرين جدد.

بورصة الجزائر في خضم الاقتصاد والقانون:

بداية يمكن أن يتساءل المرء: هل الاقتصاد الجزائري حيث يقبع نصف السكان تحت خط الفقر يستطيع أن يدعم البورصة؟ هل ثمة إنتاج تنافسي؟ هل تحرير المعاملات التجارية والإدارية قد تمت بكيفية تسمح بإنشاء بورصة في الجزائر؟ لماذا بورصة القيم المنقولة بالذات، بعبارة أخرى لماذا التركيز على السندات دون الأسهم؟

من الصعوبة بمكان أن تحقق البورصة الأهداف المنوطة بها في ظل تدني المستوى المعيشي للمواطنين وفي اقتصاد مكبل بالإجراءات البيروقراطية وغياب الإرادة الجادة في التغيير وانعدام الاستقرار السياسي، وأيضا صعوبة تجاوز رواسب الفكر الاشتراكي الذي هيمن على العقول لمدة تقارب ثلاثة عقود من الزمن. في **ظل هذا الواقع البائس برزت بورصة الجزائر للقيم المنقولة إلى الوجود سنة** 1999. وقد عرف القانون التجاري الجزائري قبل ذلك القيم المنقولة على أنها "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن ان تسعر ...".[1]

وبالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم[2] يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني ما يلي:

1- تفضيل السندات وهي قروض لها الأولية في التسديد في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.
2- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.
3- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة يعني فتح الرأسمال للخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة. أما

---

[1]- Ibid., p. 164.

[1]- أنظر: المادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15 أفريل 1993.

[2]- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

استبعاد الأسهم سيما العادية منها فيعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات في حالة ما إذا قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تجديد تجهيزاته أو فتح فروع له محليا و/أو دوليا.

وإذا كان حاملو الأسهم الممتازة والسندات لهم الأولوية في الأرباح والفوائد في حالة الإفلاس على حاملي الأسهم العادية، فإن ما يتحصل عليه هؤلاء يفوق في الغالب ما يتحصل عليه حاملو السندات والأسهم الممتازة.[1] وفي الحقيقة، فإن مكانة الشركة ونوع النشاط الذي تمارسه والمؤثرات المحلية والدولية كلها عوامل تؤثر في قيمة السهم ارتفاعا وانخفاضا.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصخصة وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية عكس ما هو معمول به في جل البوصات العالمية وفي الدول العربية مشرقا ومغربا حيث يتم التعامل بالأسهم أكثر من السندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق غير المنظمة.

ويبدو أن بورصة الجزائر برزت إلى الوجود عليلة إذ اقتصرت على ثلاث شركات عمومية، تنازلت الدولة عن 20% من رأسمال كل منها للاكتتاب العام، وهي رياض سطيف (منتجات غذائية)، صيدال (إنتاج الأدوية)، والاوراسي (الفندقة). أما شركة سوناطراك فقد اقتصر دورها على إصدار ما قيمته 5 ملايير من السندات.[2]

---

[1]- الأسهم الممتازة هي مستند الملكية لها كما للأسهم العادية القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية. إلا أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم دون حساب الاحتياطات والأرباح المحتجزة في الميزانية العمومية للشركة. لمزيد من المعلومات، أنظر: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص ص. 26 – 27.

[2]- أنظر: د. محفوظ جبار، "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية بجامعة باتنة، العدد 7 (ديسمبر 2002)، ص ص. 194 – 196.

ومن هنا يتضح أن الانطلاقة كانت متواضعة وتفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانات التي يتوفر عليها **الاقتصاد الجزائري لو تم تهيئة المناخ الملائم لذلك**. ففي البورصة المصرية على سبيل المثال نجد عدد الأسهم التي يتم تداولها تصل 120 سهما مسجلا لدى لجنة البورصة العامة،[1] وفي بورصة عمان وصل عدد الأسهم **المسجلة لدى هيئة الأوراق المالية** 139 سهم،[2] وفي بورصة نيويورك يتراوح عدد الأسهم التي يتم تداولها يوميا ما بين 1600 سهم إلى 1900 سهم.[3]

وبإلقاء نظرة فاحصة على المؤسسات الاقتصادية التي يمكن أن تشكل إحدى الدعائم الأساسية لبورصة الجزائر، نجد أنها متوفرة من حيث الكم إذا ما تم تكييف القوانين المسيرة لها لتصبح شركات مساهمة عامة وخاصة، وعلى أن يفتح المجال للرأس المال المحلي والعربي والأجنبي في الصناعات التي تتطلب تقنيات متطورة قد يعجز عليها المستثمر المحلي. ويمكن تصور للقطاعات والشركات ذات الثقل الاقتصادي فيما يلي:

القطاع	المؤسسة
البناء	الإسمنت الآجر
الصناعة الغذائية	المطاحن
الصناعات التحويلية	الروبية للشاحنات الحديد والصلب البتروكيماويات
الخدمات المالية	البنوك **شركات التأمين** صناديق الاستثمار
خدمات النفع العام	الكهرباء والغاز
النقل الجوي	الخطوط الجوية الجزائرية الخليفة الطاسيلي
الفندقة	شيراتون سوفيتال الأوراسي السفير
الأدوية	صيدال
خدمات الاتصال	الجزائرية للاتصال

وينبغي التأكيد بأن مثل هذه المؤسسات لا تستطيع أن تؤدي دورها في تطوير البورصة ما لم يتم تكييف القوانين التي تسيرها لتتماشى مع شركات المساهمة حيث يساهم الأفراد في تمويل رأسمالها من خلال الاكتتاب في أسهمها مما يمنحهم حق المراقبة والتسيير بعيدا عن أي وصاية. **إن ظاهرة احتكار القطاع العام لمعظم** الشركات الكبرى أو امتلاكه للغالبية العظمى من أسهمها يؤدي حتما إلى غياب المنافسة والجدية في الأداء وهذا

---

[1]– الأهرام، 13 ديسمبر 2002 وأيضا صندوق النقد العربي، أبو ظبي.

[2]– صندوق النقد العربي، أبو ظبي.

[3]- International Herald Tribune, July 3, 2002 and January 24, 2003.

لا يشجع على الاستثمار في مثل هذه المؤسسات الإنتاجية والخدمية بل والأكثر من ذلك أنه يؤدي إلى جنوح المستثمرين نحو النشاطات الطفيلية وذات الربح السريع أو الاستثمار في العقارات.

ولتكون مثل هذه الشركات قادرة على أداء دورها في البورصة يستوجب ما يلي:

1- أن تقوم بنشر حساباتها المالية خلال فترات يحددها القانون (ثلث أو ربع سنوي).
2- ألا تقل نسبة الأسهم المملوكة للخواص عن 50% وان يكون نصفها أو ثلثها قد تم بطريقة الاكتتاب **العام لتشجيع المستثمرين من كل الفئات الاجتماعية.**
3- أن يحدد رأس المال الشركة بمبلغ **يعكس ثقل الشركة وتأثيرها في الاقتصاد الوطني.**
4- **أن يكون سجل الشركة مشجعا كأن تكون قد حققت أرباحا على مدى فترة زمنية** (ثلاث سنوات متتالية مثلا) **للتأكد من أهمية واستقرار وضعها المالي.**

أما الجهاز المصرفي ولكونه يمثل الركيزة الأساسية لاقتصاد أي بلد، فإن تحريره من القيود المفروضة عليه يعتبر من الضرورات الملحة حتى يتمكن هذا الجهاز من أداء دوره بفعالية في الادخار والاستثمار. وفي هذا السياق يجب إتباع ما يلي:

1- تشجيع إنشاء شركات مالية يفتح رأسمالها إلى الخواص.
2- إصلاح البنوك القائمة بحيث يتم تفادي التداخل في الصلاحيات.
3- استحداث بنوك الاستثمار لتتولى مهمة إصدار الأوراق المالية وتوزيعها وتقديم استشارات في مجالات استثمارية لترسيخ هذه الثقافة في المجتمع.
4- استحداث صناديق لحماية المستثمرين تشترك في تمويلها كل المؤسسات المنضوية في البورصة لاستبعاد المخاطر وإعطاء المزيد من الثقة للمستثمرين.

هيئة الرقابة على الأوراق المالية:

إن إنشاء مثل هذه الهيئة يعتبر بالغ الأهمية، إذ توكل لها مهمة تنظيم ومراقبة السوق والعمل على توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية في السوق الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) **وتأهيل الوسطاء وقبولهم إذا ما** استوفوا الشروط المطلوبة. **ولهذه الهيئة أيضا حق قبول أو رفض تسجيل أوراق مالية جديدة أو إحلال ورقة مالية** محل أخرى، وفرض مخالفات على الشركات والوسطاء الذين يخلون بالالتزامات والتشريعات المعمول بها.

ونظرا للأهمية التي تكتسيها هذه الهيئة في استمرارية عمل البورصة وحماية المستثمرين، فإنها تضع مختلف الترتيبات لتنظيم عمليات البيع والشراء في البورصة. ففي الجزائر أطلق عليها "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، وفي بورصة نيويورك "لجنة الأوراق المالية والبورصة Security and Exchange Commission"، وفي بورصة عمان **"هيئة الأوراق المالية". وفي كل الأحوال يفترض أن تكون هذه الهيئة** مستقلة ومتحررة سواء من حيث ممارسة مهامها أو من حيث تشكيلها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجدها **تتكون من خمسة أعضاء يصدر بشأنهم قرارا من الرئيس الأمريكي ويعتمده الكونجرس.**[1] وفي مصر تتكون لجنة البورصة من 17 عضو، تسعة منهم يمثلون السماسرة، وخمسة يمثلون البنوك والشركات وصناديق

[1]- Jack Clark Francis, Op.cit., p.

الادخار، وثلاثة يعينهم الوزير المختص.[1] أما في الجزائر فقد أسندت مهام التعيين إلى السلطات التنفيذية كوزير العدل والوزير المكلف بالمالية ووزير التعليم العالي ومحافظ بنك الجزائر وشخصين من المصدرين للقيم المنقولة ويمتلكان الخبرة في المجال المالي أو المصرفي.[2] والملاحظ أن هذه التشكيلة يغلب عليها طابع توزيع المزايا وليس التمثيل الحقيقي للشركات في البورصة مع ما ينجر عن ذلك من هيمنة الأحكام الذاتية مما يفقد اللجنة فعاليتها وتمثيلها.[3]

حساسية الأوراق المالية:

تعتبر البورصات شديدة الحساسية للظروف الطارئة، ويتضح ذلك من تأثر الأوراق المالية بهذه الظروف مما يعرض أسعارها لتقلبات. وهنا يندفع المتعاملون إلى بيع الأوراق المالية التي يتوقعون انخفاض أسعارها لتفادي الخسائر، وفي نفس الوقت يقبلون على شراء الأوراق التي يتوقعون ارتفاع أسعارها. وقد تحدث **التقلبات السعرية للأوراق المالية في حالة زيادة حدة المضاربة.** ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية فيما يلي:

1- عوامل تتعلق بالشركة متى تعرض مركزها المالي لهزة جراء **تراجع الطلب على منتجاتها أو ظهور ابتكارات** في منتجات جديدة في شركات منافسة لها.

2- عوامل تتعلق بالسوق وذلك عندما تتجاوز المدخرات الطلب عليها، أو عندما يكون الطلب عليها أكثر مما هو معروض من المدخرات.

3- الشائعات التي تنشر بواسطة المضاربين.

4- الكساد والرواج والإضطرابات الداخلية أو الإقليمية أو الدولية.

ومع أن الجزائر تبنت سياسة اقتصاد السوق واعتمدت برامج التصحيح الهيكلي والذي ساهم في إحداث التوازنات الكبرى سيما في ميزان المدفوعات وتحقيق الاستقرار النقدي، فإن ذلك لم يكن كافيا لتوفير مناخ ملائم لنمو المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال، ومن ثم عدم إمكانية تمويل الاستثمارات من الموارد المالية المحلية. ويمكن تحديد أسباب ضعف تطوير بورصة الجزائر للقيم المنقولة فيما يلي:

- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج والنوعية والمنافسة.
- عدم ملاءمة التشريعات القانونية السارية المفعول سواء بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية.

---

(1)– د. عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000)، ص ص. 293–294.

(2)– أخذت هذه المعلومات من مشروع القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، جانفي 2003.

(3)– وفقا لمشروع القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة والذي عرض على البرلمان في جانفي 2003، استأثر وزير المالية بصلاحيات مبالغ فيها: فهو الذي يعين ويعزل ويستخلف المدير العام للمؤتمن المركزي والمدير العام لشركة تسيير البورصة والمسيرين الرئيسيين لهما، كما يعين أعضاء في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

- الخوف من التغيير ويتجلى ذلك في التردد الذي يبديه صانعو القرار في الأجهزة العليا للدولة في مجال **الخصخصة كاستبعادهم للأسهم من أنشطة بورصة الجزائر.**
- طول الإجراءات البيروقراطية وتعقيداتها تؤدي حتما إلى إحجام المستثمرين من إقامة مشروعات استثمارية وأيضا الاستثمار في الأوراق المالية المعروضة للتداول.
- قلة المؤسسات المدرجة في البورصة والمهيمن عليها من طرف القطاع العام.
- غياب البيانات عن أداء الشركات سواء المنضوية في البورصة أو غيرها يلقي بظلاله على مستقبل البورصة إذ لا يمكن لهذه الأخيرة أن تنمو إلا في مناخ تسوده الشفافية.

الخلاصة واقتراحات:

يتضح من هذه الدراسة أن التدفقات الرأسمالية بين الدول في تزايد مستمر وبشكل مذهل. ومرد ذلك الاستقرار السياسي ونجاح الإصلاحات في عدد من الدول سيما في القارة الآسيوية. وقد شملت هذه الإصلاحات تحرير المعاملات المالية وتوفير مناخ الاستثمار بتكييف الأوضاع القانونية والسياسية والاجتماعية وتجسيد **الأسعار الحقيقية في الواقع الاقتصادي كأسعار الفائدة وأسعار الصرف**. إن توفير مثل هذا المناخ يعني إزالة القيود القانونية والعوائق البيروقراطية والعمل بكل شفافية.

وإذا كانت الجزائر قد تبنت سياسة اقتصاد السوق، فإنها من الناحية العملية لم تتمكن من المضي قدما في تجسيد الخصخصة وفي تطوير نظامها المصرفي بالشكل المطلوب. وقد أضحى التردد السمة التي لازمت **ممارسات أصحاب الشأن**. وهكذا أضحت القوانين السائدة أهم معضلة أعاقت المسار التنموي السليم وكانت المحصلة إنجاب بورصة مشلولة.

إن احتواء الجزائر على قاعدة اقتصادية ممثلة في الشركات في مختلف القطاعات من شأنها أن تساهم في إيجاد المناخ الملائم لو توفرت الإرادة الجادة في التغيير. **غير أن الواقع يؤكد بأن هذه الشركات تركت تواجه** مصيرها المحتوم والموت البطيء، بينما يستطيع الرأسمال الخاص الوطني والعربي والأجنبي المساهمة في تطوير هذه الشركات لضمان استمراريتها في الوجود.

إن ظهور بورصة على أنقاض اقتصاد يراوح مكانه ولم يتخلص بعد من رواسب الفكر الاشتراكي لا يمكن أن تكلل بالنجاح. ويستفاد ذلك من التشريعات التي تمنح بسخاء صلاحيات تعين وعزل واستخلاف **المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة لوزير المالية واستبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك** والوسطاء. كما أن اعتماد السندات دون غيرها من الأوراق المالية الواسعة الانتشار والتداول يعني المحافظة على الملكية العامة لهذه الشركات، وفي نفس **الوقت يعني تقليص الدور الذي يفترض أن تضطلع به البورصة لو** فسح المجال أمام الرأسمال الخاص كممول للشركات ومراقب لأنشطتها مما يضفي عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات وضمن شركات القطاع الواحد.

وهنا يمكن تقديم جملة من الاقتراحات:

1- إحداث تغييرات جوهرية وجادة في التشريعات القانونية التي تسير الشركات الاقتصادية والجهاز المصرفي.

2- تحرير المعاملات المالية والتجارية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار.

3- **القيام بدراسة متأنية لمشروع البورصة من طرف المختصين مع إمكانية الاستفادة من الهيئات** المتخصصة كالاتحاد الدولي للبورصات (FIBV) **والهيئات المنظمة للأسواق المالية في العالم** (IOSCO).

4- **إدراج ممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء في الهيئات المكونة لبورصة الجزائر، وتقليص دور** الوزراء لتفادي الأحكام الذاتية.

5- العمل بالأسهم إلى جانب السندات لتوسيع نطاق المشاركة في الاستثمار.

6- **اشتراط شهادة جامعية لها صلة بالموضوع بالنسبة للأشخاص الذين يتحملون المسؤوليات في الهيئات** الثلاثة المكونة للبورصة: المؤتمن المركزي، شركة تسيير البورصة، ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

7- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.

المراجع باللغة العربية

1- د. الشحات، أحمد يوسف. **الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا** (المنصورة: دار النيل للطباعة، 2001).

2- د. المنذري، سليمان. "الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أنشطة أسواق المال والبورصات العربية"، بحث مقدم إلى المؤتمر السادس للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية (بيروت 28-29 جوان 2002).

3- د. **الوظائفي، مازن نجيب محمد**. "دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال وآفاق تطوره (4-5 أيار 1998).

4- برجه، بيار. السوق النقدية، ترجمة علي مقلد (بيروت: منشورات عويدات 1978).

5- د. جبار، محفوظ. "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية لجامعة باتنة، العدد 7 (ديسمبر 2002).

6- د. حنفي، عبد الغفار. ود. **قرياقص، رسمية**. أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق **الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار** (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002).

7- د. سويلم، محمد. إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية (الإسكندرية: **منشأة المعارف**، 1992).

8- د. فلاحي، صالح. "الانعكاسات الاقتصادية لأحداث 11 سبتمبر 2001 على نيويورك وواشنطن"، في د. بوقارة، حسين وآخرون. الانعكاسات الدولية والإقليمية لأحداث 11 سبتمبر 2001 (باتنة: شركة باتنيت، 2002).

9- د. هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق رأس المال (الإسكندرية: **منشأة** المعارف، 1999).

10- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993.

11- المرسوم التشريعي رقم 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990.

12- الأهرام، 13 ديسمبر 2002.

المراجع باللغة الأجنبية

1- Fischer, Stanley. ‘‘Capital Account Liberalization and the Role of the IMF’’, International Monetary Fund (September 1997)

2- Francis, Jack Clark. Investment : Analysis and Management, 4th ed. (New York : McGraw Hill Company, 1986).

3- International Herald Tribune, July3, 2002.

International Herald Tribune, January 24, 2003.